



ENSAYOS

sobre política económica

Ajustando el desequilibrio en la cuenta corriente: Nueva evidencia para Colombia

Roberto Steiner S.

Revista ESPE, No. 9, Art. 04, Junio de 1986
Páginas 81-99



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

Ajustando el desequilibrio en la cuenta corriente: Nueva evidencia para Colombia*

Roberto Steiner S.

I INTRODUCCION

El objetivo del presente trabajo es utilizar una metodología analítica diseñada por Balassa, et. al. (1981), que nos permita cuantificar de manera aproximada los "shocks" externos y las respuestas de política a dichos "shocks" en Colombia durante 1975-1982. La metodología utilizada no está exenta de críticas, y algunas de ellas se plantean en forma explícita más adelante. La implementación misma de la metodología también invita a serios cuestionamientos, siendo uno de ellos el desconocimiento que a todo lo largo se hace del fenómeno de las exportaciones ilegales. Creemos, sin embargo, que las principales conclusiones alcanzadas se mantienen, independiente-

mente de la inclusión o no del comercio ilegal.

El trabajo está organizado de la siguiente manera: en la Sección II se discuten algunos conceptos teóricos relacionados con la cuenta corriente (C.C.) de la balanza de pagos. La idea que se resalta es que un déficit en C. C. no es crucial en sí mismo; lo importante es la forma y posibilidades de financiarlo. La Sección III consiste en un muy breve repaso de algunos estudios recientes que hacen referencia a la C. C. colombiana. La implementación de la metodología a la que ya se hizo referencia se elabora y explica en los Apéndices A y B; los resultados allí obtenidos aparecen y se discuten en la Sección IV. En dicha sección, con ayuda de cifras que se consignan

* Una versión preliminar de este trabajo se presentó al Departamento de Economía de la Universidad de Columbia. Se agradecen los comentarios de Juan Carlos Jaramillo.

en el Apéndice C, se establecen las siguientes conclusiones: i) el receso de la economía mundial ha afectado negativamente la C. C. colombiana; ii) la evolución de los términos de intercambio (T. O. T.) convencionalmente definidos ha tenido un impacto positivo, pero este ha sido más que compensado por el efecto negativo de mantener balances cambiarios deficitarios; iii) la totalidad del desequilibrio en la C. C. se ha acomodado a través de mayor financiamiento externo (endeudamiento externo y/o caída en reservas internacionales), de tal manera que las respuestas de política que presumiblemente hubiesen permitido aliviar el desequilibrio (p. ej. fomentando la sustitución de importaciones), han agravado la situación.

Por lo tanto, la principal conclusión del trabajo es que Colombia no sacrificó crecimiento económico para acomodar el desequilibrio externo. Cuestiones como la sobrevaluación de la moneda no fueron atendidas adecuadamente, de manera tal que las acciones de política económica terminaron por agravar el desequilibrio externo.

Finalmente, y como subproducto del trabajo, hemos incluido en el Apéndice D un breve resumen de un reciente trabajo de Balassa (1985), en el cual se realiza un ejercicio casi idéntico al que acá presentamos. Se muestra que la mayoría de los resultados allí obtenidos son insostenibles, debido a una inadecuada selección del período base para la implementación de la metodología. Podría pensarse que este problema es simple cuestión de definición, pero como quedará claro más adelante, las implicaciones en términos de política económica son muy diferentes.

II ALGUNAS CONSIDERACIONES TEORICAS

La C. C. mide el endeudamiento neto de una economía con el resto del mundo. La situación económica reciente de la mayoría de los países latinoamericanos, caracterizada en parte por masivos déficit en C. C., ha sido descrita por algunos como la peor desde los años treinta [ver Díaz Alejandro 1984].

En principio, la existencia de los déficit no es necesariamente un problema. Siguiendo a Sachs (1982a), si vamos más allá del modelo estático que hace a la C. C. función de exportaciones e importaciones, se pueden encontrar varias razones por las cuales es conveniente mantener los déficit en C. C. El modelo estático no arroja ninguna luz acerca del carácter intertemporal de toda decisión de ahorro e inversión, que son los componentes básicos de la C. C. Suponiendo un mercado internacional de capitales en el cual la oferta de crédito es perfectamente elástica, Sachs establece por lo menos tres razones por las cuales puede convenir ser deudor neto en dicho mercado: i) el consumo es función del ingreso permanente, por lo que una caída súbita y transitoria en el ingreso corriente origina endeudamiento, para "suavizar" el patrón de consumo; ii) los agentes económicos desahorrarán en el presente, si la tasa de interés de mercado es inferior a la tasa social de preferencia en el tiempo; iii) es posible que una economía encuentre oportunidades atractivas de inversión. Para financiarlas, puede ser deseable mantener un exceso de absorción sobre ingreso, cubriendo la diferencia con crédito externo.

Claro está, existen los déficit en C. C. que difícilmente se pueden justificar. Tal es el caso del endeudamiento externo con el propósito de financiar fugas de capital o importaciones no necesarias.

Expost, se observa que la comunidad financiera internacional se ha movido fuera de América Latina, presumiblemente por estar "sobreexpuesta" [véase Guttentag y Herring (1984)]. Esto ha obligado a la mayoría de los países a adoptar medidas conducentes a cerrar la brecha externa, medidas que en muchos casos han tenido un considerable efecto recesivo. En ese orden de ideas, si las decisiones de endeudamiento tomadas en el pasado se califican de acuerdo con la realidad que se observa en el presente, es claro que tales decisiones no fueron adecuadas. Sin embargo, si dichas decisiones se juzgan de acuerdo con las "reglas del juego" (T. O. T., volumen de crédito, tasas de interés, etc.) que prevalecían en el momento de la toma de decisiones, es bien factible que el masivo endeudamiento externo estuviera justificado.

Como es usual, la realidad seguramente está en algún punto medio. El planificador racional habría involucrado en sus decisiones el futuro deterioro en las "reglas del juego", y habría sido más prudente en sus decisiones de endeudamiento. Sin embargo, la previsión perfecta es más una herramienta de modelaje que una representación de la realidad, y, como lo ilustra Díaz Alejandro (Op. Cit.), es evidente que nadie, a finales de los setenta, hubiera podido prever la magnitud de la crisis que se sucedió luego de la moratoria mexicana de 1982.

Las estrategias seguidas sólo pueden ser adecuadamente juzgadas si se miran simultáneamente las razones que llevaron al endeudamiento, y los resultados macro-

económicos que se obtuvieron. A pesar de ello, y como cabría esperar, existe gran controversia respecto a la experiencia de los distintos países del área. Por ejemplo, para el caso del Brasil, Bacha (1984) arguye que el crecimiento financiado con crédito externo estaba justificado. Según él, la crisis que afectó al Brasil a partir de 1982 tenía un claro origen externo (elevadas tasas de interés internacionales, proteccionismo en la OECD, y, especialmente, deterioro en los T. O. T.). Por ello, en otro estudio [Bacha — 1983] el mismo autor dice que ha sido un error de parte del F. M. I. el recomendar excesiva austeridad doméstica a un país cuyo desbalance en C. C. se origina en "shocks" externos adversos⁽¹⁾. Dicho argumento es débil, en cuanto a que se evade totalmente la responsabilidad que el país deudor tiene en la previsión de la evolución de las "reglas del juego". Específicamente, es bien factible que no existiera evolución posible en dichas reglas que le hubiese permitido al Brasil mantener las elevadísimas tasas de crecimiento económico de principios de los setenta.

Juzgando por el trabajo de Dornbusch (1984), las justificaciones que algunos encuentran para el caso del Brasil ciertamente no aplican en el caso de la Argentina. Según él, el déficit en la C. C. argentina se explica fundamentalmente en la fuga de capitales privados, en respuesta a un manejo insostenible de la tasa de cambio⁽²⁾.

(1) En Bacha y Díaz Alejandro (1982) está bien documentado el hecho de cómo, históricamente, la comunidad financiera internacional ha sido incapaz de manejar adecuadamente la situación de deuda externa de países que sufren "shocks" externos adversos inesperados.

(2) Haciendo un análisis más global de los acontecimientos, Guttentag y Herring (Op. Cit.) argumentan que incluso en este caso parte de la responsabilidad recae sobre la comunidad financiera internacional, en cuanto a que en general no pueden existir deudores irresponsables si no existen acreedores irresponsables.

Tomando una visión mucho más de libre mercado, Sachs (1982) argumenta que todos los déficit en C. C. en América Latina estaban justificados, pues ello refleja el hecho de que el capital siempre fluye hacia aquellos sitios en donde es más productivo. Parecería ser que este punto de vista no es aceptado por otros analistas del tema. En su estudio acerca del Brasil y los países del cono sur, Dornbusch (Op. Cit.) encuentra que el argumento de Sachs solamente parece tener validez para el caso de Chile.

En resumen, esta sección nos invita a pensar en términos de que: i) la C. C. mide el endeudamiento neto de una economía con el resto del mundo; ii) los déficit en C. C. no solo no son necesariamente un problema en sí mismos, sino que en ocasiones pueden ser una estrategia adecuada para seguir, en cuanto a que es la manera de financiar excesos de inversión sobre ahorro doméstico; iii) el déficit en C. C. aparece como una estrategia equivocada cuando el país deudor no logra adecuado financiamiento en el mercado internacional de capitales, y debe cerrar su brecha externa a través de un manejo macroeconómico recesivo; iv) decisiones de mantener los déficit en C. C. pueden aparecer como adecuadas dadas las "reglas del juego" prevalecientes en el momento de la toma de decisiones, y mostrarse como inadecuadas cuando dichas reglas del juego cambian. Por lo tanto, la predictibilidad o no del cambio en tales reglas es un elemento crucial a la hora de juzgar, ex-post, una estrategia específica; v) varios analistas [Bacha (1984) y Díaz Alejandro (Op. Cit.)] han argumentado que gran parte del deterioro en las "reglas del juego" para los países latinoamericanos no era predecible, razón por la cual resulta bastante ingenuo evaluar la política de endeudamiento externo de la pasada década solamente a la luz de los resultados decepcionantes que se observan hoy en día.

III EVIDENCIA PARA EL CASO COLOMBIANO

Como ha sido el caso en la mayoría de los países latinoamericanos, se han expuesto diversos argumentos para explicar la reciente evolución de la C. C. colombiana. En su análisis de lo sucedido en los países más grandes de la región, Díaz Alejandro (Op. Cit.) resalta tres aspectos de la experiencia colombiana: i) después de la bonanza cafetera de mediados de los setenta, las autoridades permitieron una considerable apreciación de la tasa de cambio real (T. C. R.), como se evidencia en el Cuadro C-1; ii) debido a la crisis económica de los países vecinos, las exportaciones de bienes diferentes del café y las exportaciones de servicios cayeron considerablemente; iii) a pesar de todo ello, la situación económica colombiana era bastante aceptable en 1981 (véase p. ej., las cifras sobre crecimiento del P.I.B. en el Cuadro C-5) por lo que no hay duda de que Colombia fue injustamente penalizada por un mercado internacional de capitales "irracional" (sic).

Otros que han resaltado el trato injusto de la banca internacional hacia Colombia son Villamizar y Tolosa (1984). Sin embargo, dicho estudio trae a colación dos factores adicionales importantes: i) en razón a la muy favorable perspectiva de las exportaciones de carbón, petróleo y níquel para la segunda mitad de los ochenta, existe una buena dosis de racionalidad en las decisiones de endeudamiento de finales de los setenta; ii) aunque hacen continua referencia a la sobrevaluación del peso, ellos atribuyen mayor importancia como causal del desequilibrio comercial a una muy laxa política de importaciones.

Quizás el estudio más detallado acerca de la evolución reciente de la economía colombiana, con énfasis en la C. C., es el de Ocampo (1982). Sin dejar de lado factores como el proteccionismo en la OECD, la caída en los precios del café y la recesión de los vecinos petroleros, Ocampo le da primordial importancia a las medidas de política económica como variables explicativas del desequilibrio en la C. C. Según él, la decisión política de permitir que el precio interno del café aumentara *pari-passu* con el precio externo durante 1976-1977 no solo estimuló enormemente la producción, sino que además obligó al resto de la economía a hacer importantes esfuerzos de contracción, para aliviar las presiones inflacionarias ⁽³⁾. Entre las medidas contraccionistas adoptadas ⁽⁴⁾, Ocampo destaca el papel cumplido por las finanzas del gobierno (véase Cuadro C-5) y la sobrevaluación del peso ⁽⁵⁾.

El gobierno que se posesionó en 1978 encontró inaceptable los bajos niveles de inversión pública, por lo cual se embarcó en un agresivo programa de obras públicas, que habrían de financiarse primordialmente con recursos externos ⁽⁶⁾. Juzgando por las cifras del Cuadro C-6, parece claro que la estrategia del gobierno aumentó el nivel de formación de capital. Sin embargo, un factor no menos notorio es el hecho de que gracias al endeudamiento externo, el país continuó acumulando reservas internacionales a pesar de que el precio del café ya estaba disminuyendo y los vecinos petroleros ya empezaban a verse en situación de recesión. Este razonamiento lleva a Ocampo a concluir que el manejo de la T. C. R. fue sacrificado para acomodar el mayor endeudamiento externo.

El mismo tipo de argumento se desprende de Perry, et. al. (Op. Cit.), en el que se alega que a partir de 1979 el crédito externo deja de ser manejado con criterios de estabilización, pues es ese el primer año

en que aumenta el endeudamiento externo a pesar de que la balanza comercial era positiva ⁽⁷⁾.

Claro está, la situación a partir de 1982 resultaba preocupante, pues la comunidad financiera internacional se alejó del área en un momento en que la T. C. R. estaba sobrevaluada, la economía mundial se hallaba en receso, y el gobierno estaba embarcado en masivas importaciones de bienes intermedios y de capital. La situación financiera internacional era algo que probablemente no se podía prever; el error de política parece haber sido el manejo del ritmo de devaluación. La tasa de devaluación parece haberse manejado en función de la C. C. (que incluye las exportaciones ilegales y las entradas de capital especulativo que logran entrar al banco central a través de la falsa facturación del comercio legal). De haberse manejado en función de los flujos de comercio legal, se habría acelerado la pauta cambiaria, permitiendo un manejo más acorde con los reales flujos del comercio exterior ⁽⁸⁾. Sobre este particular volveremos más adelante.

(3) Situación esta que no deja de parecerse a lo que usualmente se estudia bajo el nombre de Dutch Disease [véase Corden (1982)].

(4) Todas ellas documentadas y explicadas en Jaramillo (1979).

(5) En otro estudio [Ocampo (1983)], el mismo autor resalta el hecho de que, aunque la sobrevaluación fue importante, "... algunos estudios recientes exageran su importancia al combinar la revaluación real con el deterioro en los T.O.T. ..."

(6) Como muestran Perry, et. al. (1981), la decisión de incrementar el gasto público tenía su contrapartida monetaria en la aparición de las operaciones de mercado abierto como mecanismo de control monetario.

(7) Aunque no se cuenta con evidencia confiable al respecto, parece válido argumentar que gran parte del superávit comercial en 1979 se originaba en exportaciones ilegales y entradas de capital especulativo. La presencia de estos últimos es un argumento más en contra de la estrategia de haber disminuido el ritmo de devaluación para acomodar el endeudamiento externo del gobierno.

(8) En Rodríguez (1981) se encuentra una interesante discusión teórica de lo que sucede cuando la tasa de devaluación se maneja en función de un agregado que incluye los flujos especulativos de capital. A mayores entradas de capital especulativo, se devalúa más despacio, y cuanto más despacio se devalúa, más se estimula la entrada de capitales. El sistema es dinámicamente inestable.

En la sección que sigue, utilizando la metodología de Balassa, et. al. (Op. Cit.), trataremos de arrojar nueva evidencia empírica sobre el caso colombiano. Más que presentar resultados novedosos, lo interesante del ejercicio radica en que podremos hacer aseveraciones acerca de la C. C. en una forma bastante más conveniente que mirando uno a uno los distintos rubros que la componen ⁽⁹⁾.

Principales resultados del ejercicio ⁽¹⁰⁾

El período base para el análisis es 1973-1975. Las cifras del Cuadro 1 están en miles de millones de dólares de 1973-1975, y para cada subperíodo se consigna la suma de los dos años. Por construcción, las cifras para el período base son idénticamente iguales a cero. Los resultados más importantes que se han obtenido son:

A. *"Shocks" externos.* Como era de esperarse, el ejercicio muestra que los "shocks" externos tuvieron una influencia positiva sobre la C. C. hasta 1979, y una influencia negativa desde ese año. El "efecto volumen de exportación" muestra que el decrecimiento del comercio mundial tuvo un efecto negativo a todo lo largo, dando peso al argumento de que Colombia, al igual que la mayoría de los países latinoamericanos durante la pasada década, se vio adversamente afectada por las menores tasas de crecimiento de la OECD.

Entre 1976 y 1979, el "efecto T.O.T." fue tan favorable que compensó la disminución en el comercio mundial. Al analizar por separado los componentes de dicho efecto, se observa que fue específicamente por la evolución de los "puros T.O.T." que los "shocks" externos le fueron favorables al país. Claro está, ello se explica por el espectacular aumento en los precios del café en

1976-1977 (véase Cuadro C-3). Entre otros, Edwards (1984) ha demostrado empíricamente cómo los T.O.T. para Colombia dependen crucialmente de lo que le suceda al precio del café, algo que no debe sorprendernos dado que el café representa no menos del 50% del valor de las exportaciones legales y se caracteriza por una demanda inelástica.

Los "shocks" externos se convirtieron en elemento contraccionista a partir de 1980. La razón para ello es una reversión en el "efecto T.O.T.". Como queda claro al leer el Apéndice A, el "efecto T.O.T." tiene dos componentes: el "efecto puros T.O.T." y el "efecto comercio desbalanceado" (que resulta de multiplicar la balanza comercial a precios del período base por el aumento en los precios de importación entre el período base y el período corriente). En nuestro ejercicio, el "efecto puros T.O.T." es favorable a todo lo largo, y una de las razones para ello es la siguiente: si bien es cierto que en 1980 el precio del café era bien inferior al que prevaleció durante la "bonanza", seguía siendo superior al de nuestro período base, razón por la cual el "efecto puros T.O.T." sigue siendo favorable en 1980-1981 y 1982-1983. Por este motivo, la contracción del "efecto T.O.T." se explica fundamentalmente en la evolución del "efecto comercio desbalanceado". Como se explica en el Apéndice A, dicho efecto puede evolucionar desfavorablemente por dos razones: un aumento en los precios de importación y/o una balanza comercial (medida a precios del período base) desfavorable. Juzgando por las cifras de valor unitario de

(9) Bacha y Lopes (1984) trabajan con una metodología similar, pero que en algunos aspectos resulta más interesante que la que acá se emplea. Infortunadamente, para su implementación requiere de cifras que no ha sido posible obtener de manera confiable para Colombia.

(10) Para un mejor entendimiento del contenido de esta sección, recomendamos al lector interesado, primero familiarizarse con el material de los Apéndices A y B.

CUADRO 1

"Shocks" y respuestas de política

	1976-1977	1978-1979	1980-1981	1982-1983
Shocks externos	-0.270	-0.394	1.093	2.522
a) Efecto Vol. Export.	1.122	0.722	0.295	0.915
b) Efecto T.O.T.	-1.392	-1.116	0.798	1.607
i) Efecto Puros T.O.T.	-1.590	-1.528	-0.886	-0.471
ii) Comer. Desbalanc.	0.198	0.412	1.684	2.078
Respuesta de Política	-0.270	-0.396	1.092	2.518
a) Financ. Externa Adic.	-0.212	0.281	3.798	4.800
b) Expan. Mercado Export.	0.093	0.425	-0.301	-0.337
c) Sustit. de Import.	0.144	-0.294	-1.340	-1.255
d) Mayor Crecim. PIB	-0.295	-0.808	-1.065	-0.690

Nota: Cifras bianuales, en US\$ miles de millones de 1975.

Fuente: Apéndices A y B.

importaciones que aparecen en el Cuadro C-2, hay evidencia de que en nuestro caso dominó la segunda razón. Es decir, el "efecto T.O.T." es adverso no tanto por una evolución desfavorable de los términos de intercambio convencionalmente definidos o por un aumento importante en los precios de las importaciones, sino por el hecho de que, medida a precios del período base, la balanza comercial fue consistentemente desfavorable.

Conviene, a estas alturas, hacer un comentario a la metodología utilizada. Hemos mostrado que para el caso de Colombia el principal "shock" externo ha sido la existencia de una balanza comercial (medida a precios del período base) desfavorable. Es evidente que, como lo enfatizaremos más adelante, es arbitrario suponer que tal shock es exclusivamente externo. Por el contrario, la existencia de una balanza comercial desfavorable tiene mucho que ver con las medidas de política tomadas. Por esa razón, y para el caso que acá hemos estudiado, la metodología de Balassa, et. al. (Op. Cit.) sobreestima el efecto adverso de los "shocks" externos, y, por consiguiente,

subestima el efecto adverso de medidas inadecuadas de política económica.

No obstante, la conclusión acerca de los "shocks" externos es clara: lo que convirtió a la C.C. en elemento contraccionista fue la presencia de una balanza comercial desbalanceada a partir de 1981, y no una evolución adversa de los T.O.T. convencionalmente definidos. Es decir, para el caso de Colombia no aplica el argumento que algunos analistas como Bacha (1983, 1984) han ofrecido para explicar el deterioro de la C.C. en otros países.

B. Respuestas de política. En total acuerdo con la literatura relevante [véase, p.ej., Díaz-Alejandro (Op. Cit.) y Ocampo (1982)], el ejercicio muestra que el país utilizó exclusivamente financiamiento externo (deuda externa y/o reservas internacionales) para acomodar los "shocks" externos. En 1976-1977 los "shocks" externos fueron favorables, y el financiamiento externo se redujo; en 1980-1983 los "shocks" fueron desfavorables, y el financiamiento externo aumentó. Dentro de una concepción intertemporal, tales resultados sugieren un manejo adecuado del endeudamiento externo.

Sin embargo, el ejercicio claramente da soporte al postulado de Ocampo (1982), en cuanto a que el endeudamiento externo se empezó a utilizar cuando los "shocks" externos todavía eran favorables. Esta "sobrecumulación" de reservas implica que la T.C.R. fue en parte sacrificada para acomodar el mayor endeudamiento externo. Este resultado es evidente en 1978-1979, período en el cual el "financiamiento externo adicional" fue positivo a pesar de que los "shocks" externos también lo fueron. Además, como se sugirió en la anterior sección, es bien factible que parte del efecto positivo de los "shocks" externos en 1978-1979 se explique en exportaciones ilegales y entradas de capital especulativo, por lo que resulta todavía más preocupante el haber sacrificado la T.C.R. en ese período.

Además de lo anterior, el ejercicio muestra que especialmente a partir de 1980, las respuestas de política afectaron negativamente la C.C. Específicamente, el país perdió mercados de exportación, vio una reversión en el proceso de sustitución de importaciones y, dado que el PIB creció a todo lo largo a una tasa superior a la del período base, experimentó un "efecto sobre importaciones de un mayor PIB" negativo. Analicemos estos resultados en más detalle:

a) La medición de la T.C.R. es algo siempre sujeto a controversia. Más controvertibles todavía han sido los distintos esfuerzos por calcular elasticidades del comercio exterior a la T.C.R. De las alternativas que existen, parece que los cálculos de la T.C.R. elaborados por el Banco de la República (1984) son una fuente adecuada. En el Cuadro C-1 se observa cómo la tasa real se ha apreciado en términos reales desde mediados de los 70, y especialmente durante los años de la bonanza cafetera (8% anual).

Utilizando una T.C.R. calculada en forma similar, Echavarría (1982) ha mostrado

que las exportaciones menores de Colombia son algo sensibles a la tasa de cambio. Por ello, no debe sorprendernos que el país haya perdido mercados de exportación desde 1980. Al contrario, lo sorprendente es que no los hubiera perdido antes, y aparentemente dos razones sirven para explicar esto: i) a pesar de la apreciación del peso, las economías de los vecinos petroleros, y por consiguiente las exportaciones colombianas hacia ellos, fueron bastante dinámicas a lo largo de los setenta (véase Cuadro C-7); ii) es posible que antes de 1980 la balanza comercial muestre resultados artificialmente favorables, pues parte del buen desempeño de las exportaciones reflejaba la sobrefacturación que se daba como mecanismo para que las exportaciones ilegales pudieran ser reintegradas a la tasa de cambio oficial, que por esos años consistentemente superaba la tasa de cambio negra.

b) De todas las respuestas de política, la que más ayudó a acentuar el desequilibrio en la C.C. fue el "efecto sustitución de importaciones". Como ha sido documentado por Echavarría y Garay (1979) y Ocampo (1982), la política de liberalización de importaciones adoptada en la segunda mitad de la década pasada no tuvo efectos demasiado importantes, en la medida en que su principal objetivo era, más que liberar, "racionalizar" el régimen de importaciones⁽¹¹⁾. Siendo ese el caso, y considerando el hecho de que la mayoría del aumento en importaciones se explica en la importación de bienes intermedios y de capital (véase Cuadro C-4), cuya demanda es inelástica a la T.C.R.⁽¹²⁾, uno está tentado a concluir que el país se decidió por una

(11) Por ejemplo, trasladando al régimen de libre importación artículos que se encontraban bajo licencia previa, pero cuya importación siempre se autorizaba.

(12) Véase, p. ej., Montes (1982).

estrategia que permitiría un adecuado crecimiento del PIB (para lo cual gran parte de las importaciones son esenciales), a pesar de tener serias limitaciones provenientes de “shocks” externos, por lo menos a partir de 1980 ⁽¹³⁾.

c) Así como a todo lo largo hemos enfatizado la sobre (sub) facturación de exportaciones (importaciones) como mecanismo para legalizar exportaciones ilícitas y entradas de capital especulativo hasta 1980, igualmente es importante considerar la posibilidad de que a partir de 1981 se estuviera presentando el fenómeno contrario. Concretamente, es posible que en 1981 el mercado empezara a considerar como inevitable o bien una aceleración en el ritmo de devaluación, o una alteración brusca de la tasa de cambio. Fundamentado en tales expectativas, es bien factible que parte del desbalance comercial que se hace notorio a partir de 1981 esté reflejando en gran parte fugas de capital privado.

En últimas, todo esto lo que refleja es el grave problema de una economía con control a la movilidad internacional de capitales, en donde el movimiento de capitales se tiene que hacer, en parte, a través de la falsa facturación del comercio legal. En tales circunstancias, y en la medida en que se considere socialmente deseable mantener el control de cambios, se convierte en prioritario el manejo de la pauta cambiaria en

línea con lo postulado en Rodríguez (1981). Específicamente, se requiere que la autoridad económica tenga un adecuado conocimiento del monto del comercio legal (bienes y servicios), y maneje el ritmo de devaluación de acuerdo con ese monto, y no de acuerdo con un agregado como la C.C., que incluye exportaciones ilegales y capital especulativo.

d) En resumen, a pesar de que la metodología se presta para que se “confundan” efectos, las cifras dan sustento por lo menos a las siguientes conclusiones: i) para contrarrestar los “shocks” externos, el país se decidió por mayor endeudamiento externo; ii) la apreciación de la T.C.R. acentuó el déficit en la C.C., pues no solo afectó negativamente las exportaciones netas, sino que a partir de cierto momento solidificó las expectativas de una eventual devaluación abrupta (o aceleración de la pauta cambiaria), dando lugar a fugas de capital privado; iii) gran parte del desequilibrio se explica en el enorme volumen de importaciones, por lo que la principal conclusión de este ejercicio es que el país no quiso sacrificar crecimiento económico para acomodar los “shocks” adversos en el frente externo.

(13) De nuevo, es posible que el efecto de mayores importaciones no se contemple en su totalidad en el rubro “efecto sustitución de importaciones”. Parte del efecto se esconde bajo el rubro “efecto del comercio desbalanceado”, que aparece como un “shock” externo.

APENDICE A

Conforme a Balassa, et al. (Op. Cit.), se supone que el país es pequeño en mercados mundiales. Sea el subíndice "i" indicativo del tiempo, con "0" representando el año o período base.

A. Definición de variables:

- E = volumen de exportaciones
- I = volumen de importaciones
- p = precio corriente de las exportaciones
- q = precio corriente de las importaciones
- S = valor corriente de la exportación neta de servicios + transferencias privadas no recompensadas
- P = tasa de crecimiento del precio de las exportaciones, entre el año base y el año corriente
- Q = tasa de crecimiento del precio de las importaciones
- R = valor, en dólares corrientes, de las necesidades de financiación externa neta

B. Ecuaciones básicas:

$$(1) R_0 = q_0 I_0 - p_0 E_0 - S_0 = M_0 - X_0 - S_0$$

$$(2) R_i = q_i I_i - p_i E_i - S_i = (Q_i + 1) q_0 I_i$$

$$- (P_i + 1) p_0 E_i - S_i$$

$$= M_i (1 + Q_i) - X_i (1 + P_i) - S_i$$

donde: $M_i = q_0 I_i$ = importaciones del período "i", valoradas a precios de importación del período base

$X_i = p_0 E_i$ = exportaciones del período "i", valoradas a precios de exportación del período base

$$(3) R_i - R_0 = (Q_i M_i - P_i X_i) + (M_i - M_0)$$

$$- (X_i - X_0) - (S_i - S_0)$$

C. Definiciones adicionales:

X_i^h = exportaciones hipotéticas valoradas a precios del período base, si durante el año "i" el país hubiese mantenido su participación del año base en los mercados mundiales.

X_i^t = exportaciones de tendencia valoradas a precios del período base, si durante el año "i" el comercio mundial hubiese crecido a la misma tasa que durante el período base, y si el país hubiese mantenido su participación del año base en los mercados mundiales.

M_i^h = importaciones hipotéticas valoradas a precios del período base, si la elasticidad ingreso de las importaciones durante todo el período hubiese sido igual a la del año base.

M_i^t = importaciones de tendencia valoradas a precios del período base, si la tasa de crecimiento del PIB durante todo el período hubiese sido la misma que en el período base, y si la elasticidad ingreso de las importaciones también hubiesen permanecido igual.

R_i^t = necesidades de financiación externa neta de tendencia en el año "i", valorada a precios del período base. Resulta de realizar $R_i^t = M_i^t - X_i^t - S_i$, e indica las necesidades de financiación que se hubieran presentado, en ausencia de "shocks" externos y respuestas de política.

D. Ecuaciones adicionales:

A partir de la ecuación (3), se llevan a cabo las siguientes operaciones:

i) reste X_i^h a ambos lados

- ii) sume y reste X_i^t del lado derecho
- iii) sume M_i^h a ambos lados
- iv) sume M_i^t a ambos lados
- v) sume R_i^t a ambos lados
- vi) reordene, para obtener

$$\begin{aligned}
 & (4) (X_i^t - X_i^h) + (Q_i M_i - P_i X_i) \\
 & + (M_i^t - M_0) - (X_i^t - X_0) - (S_i - S_0) \\
 & - (R_i^t - R_0) = (R_i - R_i^t) + (X_i - X_i^h) \\
 & + (M_i^h - M_i) + (M_i^t - M_i^h)
 \end{aligned}$$

Dadas las definiciones de R_0 y R_i^t , los cuatro últimos términos del lado derecho se cancelan. Además, nótese que $Q_i M_i - P_i X_i = (Q_i - P_i) X_i + (M_i - X_i) Q_i$, por lo que

$$\begin{aligned}
 (5) (X_i^t - X_i^h) + (Q_i - P_i) X_i \\
 + (M_i - X_i) Q_i = (R_i - R_i^t) + (X_i - X_i^h) \\
 + (M_i^h - M_i) + (M_i^t - M_i^h)
 \end{aligned}$$

E. Explicación:

La ecuación (5) es la base de nuestro ejercicio empírico. Los datos originales y los cálculos realizados se explican en el Apéndice B. Por ahora, concentrémonos en el significado de (5). El lado izquierdo reúne los "shocks" externos. El primer término muestra el impacto que sobre la C.C. tiene un desaceleramiento del comercio mundial, y será llamado el "efecto volumen de exportación" (véase Cuadro 1).

El segundo término es el "efecto T.O.T.", que tiene dos componentes: el "efecto puros T.O.T.", que consiste de los términos de intercambio convencionalmente definidos, y el "efecto comercio desbalanceado", que merece una explicación más detallada. De la ecuación (5) resulta claro que el efecto "comercio desbalanceado" proviene de multiplicar dos factores: la balanza comercial del período "i" a precios del período base, por el incremento en precios de importación entre el período base y el período "i". Claro está, es evidente que un aumento en cualquiera de los dos factores puede explicar el aumento del "efecto comercio desbalanceado".

Para todos los componentes de los "shocks" externos, un signo negativo implica que su evolución ha afectado en forma favorable la C.C.

El lado derecho de (5) está compuesto por las respuestas de política. El primer término es el "efecto financiación externa adicional", el segundo el "efecto mayores mercados de exportación", el cuarto el "efecto sobre importaciones de mayor PIB", y todos se explican por sí mismos. El tercer término mide el "efecto sustitución de importaciones", e indica el impacto que sobre la C.C. tienen cambios en la elasticidad ingreso de las importaciones. Para los cuatro términos, valores positivos indican que los respectivos efectos han ayudado a cerrar el desequilibrio en la C.C.

Apéndice B

A menos que se indique lo contrario todas las cifras provienen del *International Financial Statistics* publicado por el F. M. I., y están consignadas en el Cuadro B-1. Procedemos ahora a explicar la forma en que fueron calculadas las distintas variables que se utilizaron en el ejercicio ⁽¹⁴⁾:

i) R_i , M_i , X_i : utilizando los valores unitarios de importaciones y exportaciones de 1973-1975 = 100, se tomaron las cifras originales de M y X y se convirtieron a valores de 1973-1975. Puesto que S_i viene directamente de las cifras originales, el cálculo de R_i es inmediato.

ii) X_i^h : para 1973-1975 dividimos el valor corriente de las exportaciones colombianas por el valor de las exportaciones mundiales. De 1976 en adelante, tomamos el valor de las "exportaciones mundiales en dólares corrientes" y lo multiplicamos por el resultado de dicho cociente. Finalmente, deflactamos este resultado por el valor unitario de las exportaciones (1973-1975 = 100).

iii) X_i^t : a) calculamos la tasa anual de crecimiento del "índice de volumen del comercio de las economías de mercado" entre 1970 y 1975; b) utilizando el W.P.I. de países industrializados (1973-1975 = 100) transformamos el valor de las exportaciones mundiales de 1975 a dólares de 1973-1975; c) se toma el resultado de "b" y se incrementa anualmente por la tasa de crecimiento obtenida en "a"; d) el resultado obtenido en "c" se multiplica por la partici-

pación colombiana en el comercio mundial durante el período base.

iv) M_i^h : utilizando el valor corriente de las importaciones y el PIB colombiano calculamos la elasticidad-ingreso de las importaciones para 1970-1975. Habiendo realizado esto, tomamos el valor corriente de las importaciones colombianas en 1975 y lo multiplicamos por (elasticidad-ingreso del período base) por (crecimiento observado del PIB en dólares corrientes). Finalmente, el resultado obtenido se transforma a dólares de 1973-1975 utilizando el valor unitario de las importaciones como deflactor.

v) M_i^t : se sigue el mismo procedimiento recién explicado, solamente que ahora utilizamos (crecimiento del PIB entre 1970 y 1975) en lugar de (crecimiento observado del PIB).

vi) P_i , Q_i : empezando en 1976, para cada bienio calculamos un valor unitario de exportaciones (importaciones) promedio, utilizando como ponderador el valor de las exportaciones (importaciones) en dólares de 1973-1975. Al multiplicar dicho resultado por 100 y restarle 1 se obtiene P_i (Q_i).

(14) Como ya habíamos sugerido, la escogencia de período base es de crucial importancia, y no un simple formalismo metodológico. El cambio de período base altera fundamentalmente el resultado del ejercicio, tanto cuantitativa como cualitativamente. En razón a que la bonanza cafetera trajo consigo cambios fundamentales de todo tipo en el orden económico, parece razonable considerar el período 1973-1975 como período base. El hecho de que varios analistas recomienden regresar a los niveles de T.C.R. de 1975 da cierto sustento a nuestra selección.

CUADRO B—1

Cifras básicas

	mundo X*	Col X*	Col M*	X v.u.@	M v.u.@	PIB**	tasa cam. &	WPI#	I.Q.C.M.	Col. XST*
1970	286.7	0.736	0.843	61.1	64.0	132.8	18.443	70.7	100.0	-0.131
1971	321.4	0.690	0.929	58.1	65.0	155.9	19.932	73.0	108.6	-0.136
1972	382.6	0.866	0.859	64.9	69.2	189.6	21.866	75.9	117.2	-0.150
1973	533.3	1.177	1.062	81.9	82.0	243.2	23.637	85.3	132.8	-0.156
1974	790.0	1.417	1.597	109.7	105.4	322.4	26.064	103.7	139.7	-0.226
1975	809.6	1.465	1.495	108.4	112.5	405.1	30.929	111.1	132.8	-0.040
1976	919.4	1.745	1.708	158.8	117.4	532.3	34.694	118.8	148.3	0.317
1977	1.044.2	2.443	2.028	233.3	124.3	716.0	36.775	127.0	155.2	0.385
1978	1.207.2	3.003	2.836	195.0	139.3	909.5	39.095	133.7	162.1	0.352
1979	1.531.5	3.300	3.233	192.2	153.6	1.188.8	42.550	147.7	172.4	0.600
1980	1.878.7	3.945	4.663	214.3	168.4	1.579.1	47.280	167.5	172.4	0.557
1981	1.850.8	2.956	5.199	191.8	187.1	1.982.8	54.491	182.1	172.4	0.060
1982	1.708.0	3.095	5.478	190.3	180.9	2.492.7	64.102	192.0	167.2	-0.614
1983	1.661.8	3.001	4.963	190.7	170.5	2.943.2	78.857	198.2	172.4	-1.079

Notas: Col = Colombia, X = export., M = import., v.u. = valor unit.

I.Q.C.M. = índice de cuántum de comercio de economías de mercado.

XST = export. netas de servicios y transf. privadas no compensadas.

* = miles de mill. de US\$; ** = miles de mill. de \$; @: base 73/5 = 100;

&: promedio anual; #: índice se refiere a países indust.

Apéndice C

ANEXO ESTADISTICO

CUADRO C—1

Índice de la T.C.R. (1975 = 100)*

1975	100
1976	93
1977	84
1978	86
1979	83
1980	84
1981	78
1982	73
1983	72

* Con respecto a una canasta ponderada de monedas.

FUENTE: Banco de la República (1984).

CUADRO C—2

Indices de comercio exterior de Colombia (1975 = 100)

	exportaciones			importaciones			T.O.T.*
	valor	val. un.	vol.	valor	val.un.	vol.	
1970	50	54	93	56	51	110	105
1971	47	52	91	62	55	113	94
1972	66	57	116	57	60	95	94
1973	80	73	110	71	73	97	99
1974	97	98	98	107	92	116	107
1975	100	100	100	100	100	100	100
1976	119	136	88	114	101	113	135
1977	167	208	80	136	110	123	189
1978	205	180	114	193	125	155	145
1979	225	172	131	216	146	149	118
1980	279	212	131	322	163	198	130
1981	218	191	114	347	157	221	122

* Valor unitario de exportaciones/valor unitario de importaciones.

FUENTE: U.N. Handbook of International Trade.

CUADRO C—3

Exportaciones y precios del café

	Participación colombiana*	Indice del precio real**
1970	12.4	111
1971	12.5	95
1972	11.6	104
1973	11.2	113
1974	12.7	102
1975	14.5	100
1976	10.7	187
1977	11.5	307
1978	17.2	190
1979	15.8	182
1980	19.8	158
1981	14.7	117

* Como porcentaje de las exportaciones mundiales.

** Deflactado por el WPI de países industrializados.

FUENTES: F.A.O., "Commodity Review Outlook". IMF, "International Financial Statistics".

CUADRO C—4

Registros de importación*

	Consumo	Intermed.	Capital	Otros
1970	92.7	369.4	371.5	9.3
1971	93.4	418.2	408.9	9.0
1972	108.5	393.3	350.7	6.5
1973	144.9	557.4	356.1	3.1
1974	190.3	936.4	464.9	5.6
1975	167.8	788.5	534.7	3.8
1976	200.6	886.3	616.5	4.7
1977	243.9	1.079.0	697.1	8.3
1978	297.7	1.639.5	1.456.8	18.8
1979	383.5	2.351.1	1.864.8	30.3
1980	516.8	2.605.0	2.274.8	16.1

* Importaciones son C.I.F. en millones de US\$.

FUENTES: D.A.N.E. y Banco de la República.

CUADRO C—5

Crecimiento económico y cuentas fiscales*

	Crecimiento PIB	Def. fis./ PIB
1974	5.7	1.9
1975	2.3	2.5
1976	4.7	1.2
1977	4.2	0.3
1978	8.5	0.5
1979	5.4	1.4
1980	4.1	2.7
1981	2.3	3.6
1982	0.9	4.9

* Operaciones efectivas del Gobierno Central, excluyendo de los ingresos las transferencias de la CEC.

FUENTE: Banco de la República.

CUADRO C-6

Composición de la demanda*

	1970-1972	1973-1975	1976-1978	1979-1981	1982
Consumo hogares	62.4	62.4	63.4	61.8	61.3
Consumo gobierno	8.2	8.0	7.7	8.5	8.9
Form. bruta capit.	14.1	13.7	13.5	14.0	15.6
Cambio en invent.	2.6	2.7	2.9	2.9	3.1
Exportaciones	12.7	13.2	12.5	12.9	11.1

* Todas las cifras son porcentajes.

FUENTE: D.A.N.E., Cuentas Nacionales.

CUADRO C-7

Valor total y
principal destino de las exportaciones

	Valor total*	Destinación**		
		E.U.	R.F.A.	Venezuela
1965	539	46.7	11.7	0.5
1970	728	36.8	14.3	0.7
1973	1.176	37.9	12.6	1.8
1975	1.465	32.0	14.9	6.1
1976	1.745	31.1	16.2	7.0
1978	2.443	28.6	20.1	9.0
1980	3.945	27.1	18.8	7.1

* En millones de US\$.

** Como porcentaje del total.

FUENTE: U.N. Statistical Yearbook.

Apéndice D

COMENTARIOS A BALASSA (1985)

Balassa (1985) utiliza fundamentalmente la misma metodología que Balassa, et. al. (Op. Cit.), aplicándola a diversos países en desarrollo no miembros de la OPEP, para dos subperíodos: 1974-1976 con base en 1971-1973 y 1979-1981 con base en 1976-1978. Los resultados que son relevantes para nuestros propósitos aparecen en el Cuadro D-1.

La subdivisión por períodos y la elección de años base fue algo motivado fundamentalmente por la dinámica del mercado petrolero. Para el caso de Colombia esta es una decisión poco afortunada, no solo porque el petróleo no es elemento fundamental de la balanza comercial, sino especialmente porque no tiene sentido pensar que los T.O.T. de 1976-1978 eran de equilibrio. Es bien sabido que estos son años caracterizados por muy elevados precios del café.

En Balassa (1985) se considera un tercer "shock" externo, por lo menos para el segundo subperíodo: el "shock" de las tasas de interés. Dicho efecto se calcula aplicando al monto de la deuda externa vigente la tasa de interés internacional que prevalecía durante el período base.

Conceptualmente, es difícil aceptar la validez de dicha forma de cálculo, en la medida en que al llevarlo a cabo se está suponiendo independencia entre el nivel de las tasas de interés y el monto de la deuda. Es bien sabido que una parte importante del endeudamiento externo reciente de Latinoamérica ha sido precisamente con el propósito de obtener nuevos recursos para servir la deuda que previamente se había contraído. De cualquier forma, nuestra

incapacidad para obtener cifras confiables para el caso de Colombia nos ha obligado a dejar de lado el efecto de las tasas de interés.

Como se puede observar en el Cuadro D-1, la inadecuada selección de período base juega un papel importante en diferenciar nuestros resultados de los de Balassa. Al igual que nosotros, Balassa encuentra que el "efecto T.O.T." es el principal "shock" externo (siendo para nosotros lo crucial la balanza comercial desfavorable y para él la evolución desfavorable de los "puros T.O.T."). Sin embargo, nosotros encontramos que la recesión del comercio mundial afectó negativamente de manera importante la C.C. colombiana; él no puede obtener este resultado, pues al suponer que los T.O.T. de 1976-1977 eran de equilibrio, sesga todos sus resultados. Si uno supone que en los años pico de la bonanza cafetera la economía estaba en "equilibrio", cualquier desviación de ese equilibrio tendría que explicarse necesariamente en una evolución adversa de los T.O.T.

En concordancia con nuestros resultados, Balassa encuentra que la principal respuesta de política ha sido el "endeudamiento externo adicional", y que la "sustitución de importaciones" ha agravado el desequilibrio en la C.C. Sin embargo, contrario a nosotros, él encuentra que en parte los "shocks" externos fueron acomodados a través de mayores mercados de exportación. De nuevo, esta divergencia obedece a la inadecuada selección de período base que él hizo. Ocurre que debido a un oscuro manejo cafetero [véase Steiner (1983)], el volumen de café que Colombia exportó durante los años pico de la bonanza cafe-

tera fueron bajos por comparación histórica (véase Tabla C-3), precisamente cuando estaban dadas las condiciones para que el país se apropiara de los mercados que en ese momento el Brasil no podía atender. Debido a ello, el comportamiento cuantitativo de las exportaciones cafeteras (y totales) generalmente se mostrará como satisfactorio si se le compara con lo sucedido en 1976-1978.

En conclusión, digamos que por una deficiente selección de período base los principales resultados obtenidos por Balassa son insostenibles. No sobra decir que dicha inadecuada selección no se debe a un desconocimiento de la realidad colombiana, sino al hecho de que él aplicó la metodología a un conjunto de países, muchos de los cuales probablemente estaban cerca del "equilibrio" en 1976-1978.

CUADRO D—1

"Shocks" y respuestas de política

	1974-1976	1979-1981
"Shocks" externos	96	1.121
a) Efecto vol. export.	79	5
b) Efecto T.O.T.	17	999
i) Efecto puros T.O.T.	-2	964
ii) Comer. desbalanceado	19	36
c) Efecto tasa interés	0	117
Respuestas de política	96	1.122
a) Financ. externo adic.	137	1.615
b) Expan. mercado expor.	2	532
c) Sustit. de import.	-39	-1.027
d) Mayor crecim. PIB	-4	2

Nota: Cifras bianuales en mill. de US\$ de 1975.

FUENTE: Balassa (1985).

Referencias

- BACHA, E. (1983), "Prólogo a la Tercera Carta", mimeo en castellano de la versión publicada en portugués.
- (1984), "Adjusting to External Shocks: The Case of Brazil", mimeo.
- C. F. DIAZ ALEJANDRO (1982), "International Financial Intermediation: a Long and Tropical View", *Essays in International Finance*, Princeton University.
- y F. LOPES (1984), "Accounting for Debt", mimeo.
- BALASSA, B. (1985), "Adjusting to External Shocks: The Newly Industrializing Developing Economies in 1974-1976 and 1979-1981", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1.
- et. al. (1981), *The Balance of Payments Effects of External Shocks and of Policy Responses to These Shocks in Non-OPEC Developing Countries*, Development Center of the OECD, Paris.
- CORDEN, W.M. (1982), "Booming Sector and Dutch Disease Economics: A Survey", *The Australian National University*, Working Paper No. 079, noviembre.
- DIAZ ALEJANDRO, C. F. (1984), "In Toto, I Don't Think we are in Kansas Anymore", *Brookings Papers on Economic Activity*, septiembre.
- División de Economía Internacional, Banco de la República (1984), "Índice de la Tasa de Cambio Real del Peso Colombiano; Metodología y Resultados", *Ensayos sobre Política Económica*, diciembre.
- DORNBUSCH, R. (1984), "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 1336.
- ECHAVARRIA, J. J. (1982), "La Evolución de las Exportaciones Colombianas y sus Determinantes: Un Análisis Empírico" *Ensayos sobre Política Económica*, septiembre.
- y L. J. GARAY (1979), "Un Análisis Preliminar de la Actual Política de Liberación de Importaciones", *Coyuntura Económica*, octubre.
- EDWARDS, S. (1984), "Commodity Export Prices and the Real Exchange Rate in LDC's: Coffee in Colombia", U.C.L.A. y N.B.E.R., borrador.
- GUTTENTAG J. y R. HERRING (1984), "Commercial Bank Lending to Less Developed Countries: From Overlending to Underlending to Structural Reform", mimeo.
- JARAMILLO J. C. (1979), "Colombia: Sector Externo, 1977", *Revista del Banco de la República*, marzo-abril.
- MONTES, F. (1982), "Principales Determinantes del Comportamiento de la Cuenta Corriente durante la Década", *Ensayos sobre Política Económica*, septiembre.
- OCAMPO, J. A. (1982), "Política Económica bajo Condiciones Cambiantes del Sector Externo", *Ensayos sobre Política Económica*, septiembre.
- (1983), "El Sector Externo y la Política Macroeconómica", *Desarrollo y Sociedad*, enero (10).
- PERRY, G., N. POMBO y R. JUNGUITO (1981), "Política Económica y Endeudamiento Externo en Colombia 1970/1980", *Desarrollo y Sociedad*, julio (6).
- RODRIGUEZ, C. A. (1981), "Managed Float: An Evaluation of Alternative Rules in the Presence of Speculative Capital Flows", *American Economic Review*, marzo.
- SACHS, J. (1982a), "The Current Account in the Macroeconomic Adjustment Process", *Scandinavian Journal of Economics*, 84 (2).
- (1982), "LDC Debt in the 1980's: Risk and Reforms" in Paul Wachtel (ed.), *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington Books, 1982.
- STEINER, R. (1982), "Estabilización del Mercado Cafetero y Comentarios al Manejo del Sector en 1977", *Ensayos sobre Política Económica*, abril.
- VILLAMIZAR H., J. TOLOSA (1984), "Implicaciones para Colombia de la Renegociación de la Deuda en América Latina", *Ensayos sobre Política Económica*, diciembre.